



INFORME TRIMESTRAL

# EUROZONA

La muerte anunciada de la banca europea.

**ABRIL-JUNIO 2016**

Autor: Daniel Fernández Méndez

Asistente de investigación: Daniel Cifuentes R.

[trends.ufm.edu](http://trends.ufm.edu)

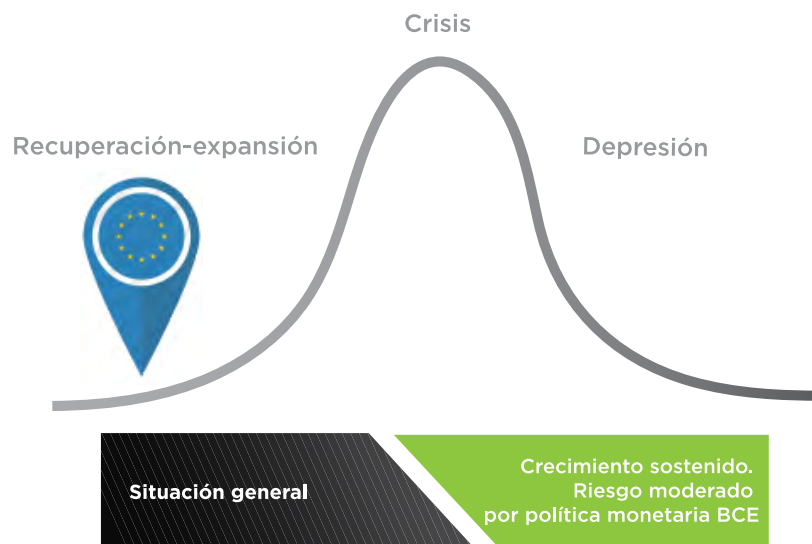
**2016Q2 EUR**

# INDICADORES CICLO ECONÓMICO EUROZONA

INDICADOR



INDICADOR



# Actividad económica y empleo

## 1. Actividad económica

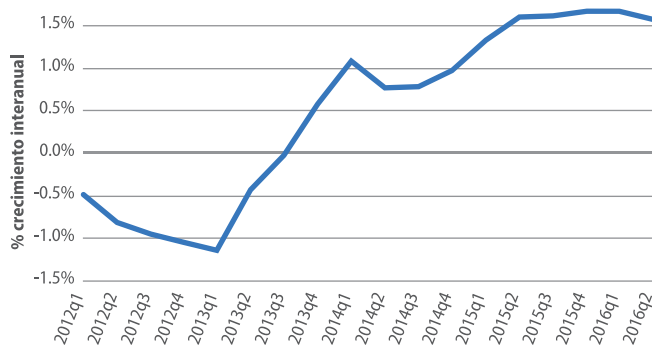
### a. Producto interno bruto

La economía de la eurozona sigue en expansión moderada. El crecimiento se mantiene por encima del 1.5% durante 5 trimestres consecutivos. Sin embargo, la economía se encuentra todavía lejos del crecimiento potencial.

- Crecimiento PIB anual (2T 2016): 1.6% (1.6% 2T 2015)

Gráfica 1

### Crecimiento PIB



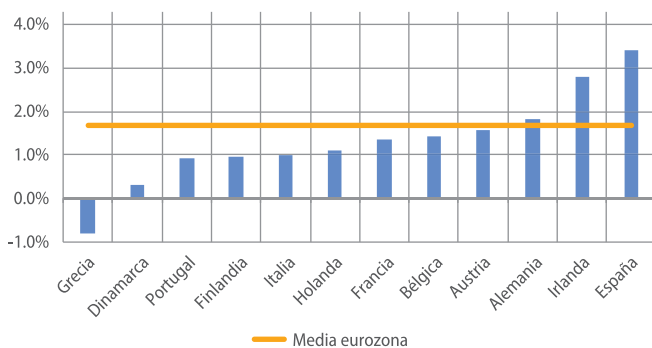
Fuente: Eurostat.

### b. Producto interno bruto por países

Aunque la actividad económica de la eurozona como conjunto mantiene una evolución positiva, hay grandes disparidades entre la tasa de crecimiento de los diferentes países. Grecia obtiene el peor rendimiento, ya que acumula 4 trimestres consecutivos con crecimiento negativo. España lidera el ranking con un crecimiento superior al 3%.

Gráfica 2

### Crecimiento PIB por país



Fuente: Eurostat. Datos correspondientes al primer trimestre de 2016.

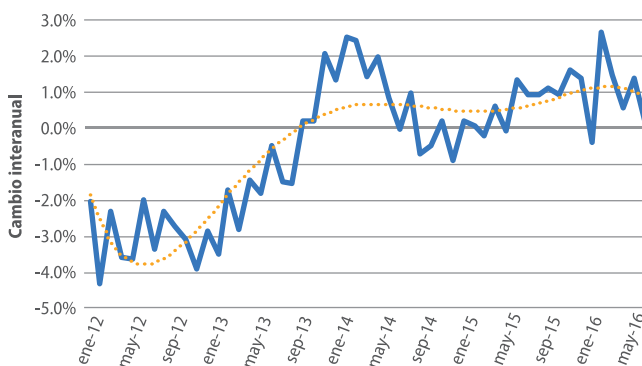
### c. Índice de producción industrial

La producción industrial modera el ritmo de crecimiento después de varios meses de buenos resultados.

- Crecimiento IPI anual (mayo 2016): 0.2% (1.3% mayo 2015)

Gráfica 3

### Índice de producción industrial (IPI)



Fuente: BCE.

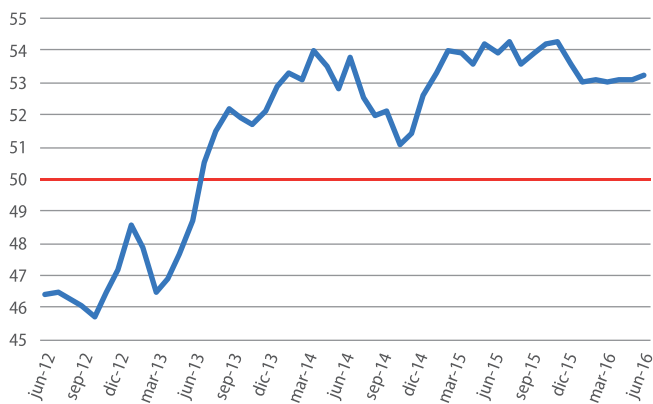
### d. Índice de gestión de compras (PMI)

Uno de los indicadores adelantados más fiables establece a la economía de la eurozona en clara senda expansiva (por encima de 50 marca niveles expansivos).

- PMI compuesto (julio 2016): 53.2 (53.9 julio 2015)

Gráfica 4

### PMI compuesto eurozona



Fuente: investing.com

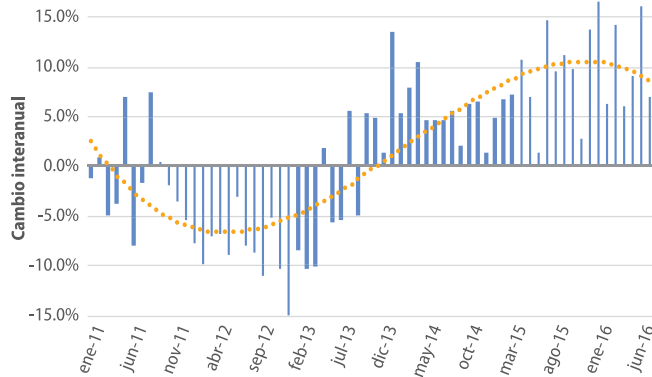
## e. Demanda de sectores cíclicos

Los sectores más cíclicos siguen repuntando con fuerza. Tanto las nuevas matriculaciones de vehículos como los permisos de construcción de nueva vivienda crecen con fuerza, especialmente esta segunda rúbrica.

- Crecimiento registro vehículos (junio 2016): 6.9% (14.6% junio 2015)
- Crecimiento permisos nueva vivienda (febrero 2016): 24.6% (-9.1% febrero 2015)

Gráfica 5

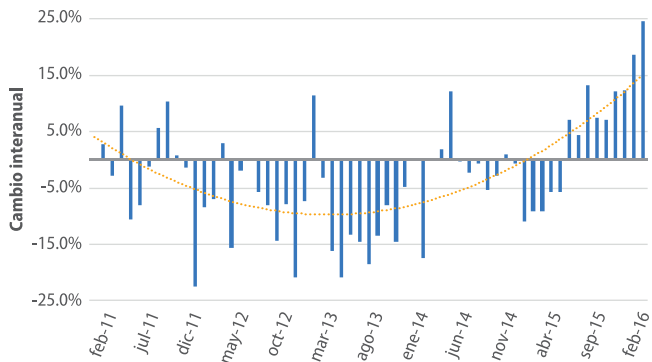
### Registro nuevos vehículos



Fuente: European Automobile Manufacturers Association. Datos de 2016 provisionales.

Gráfica 6

### Permisos nueva vivienda



Fuente: Eurostat.

## 2. Empleo

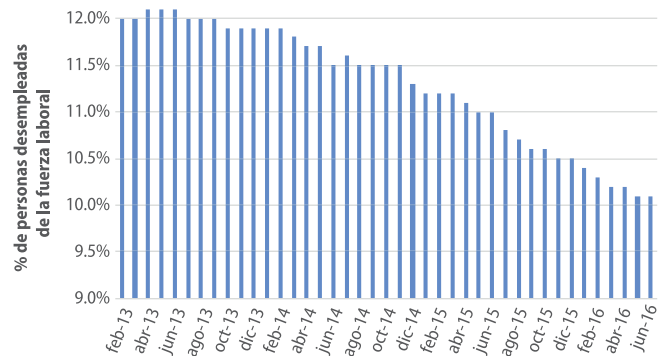
### a. Desempleo

El desempleo vuelve a marcar mínimos desde la crisis de deuda de 2012, y se sitúa ligeramente por encima del 10%. La tendencia a la caída del desempleo continúa.

- Cambio anual desempleo (junio 2016): -0.9% (-0.5% junio 2015)

Gráfica 7

### Desempleo



Fuente: Eurostat.

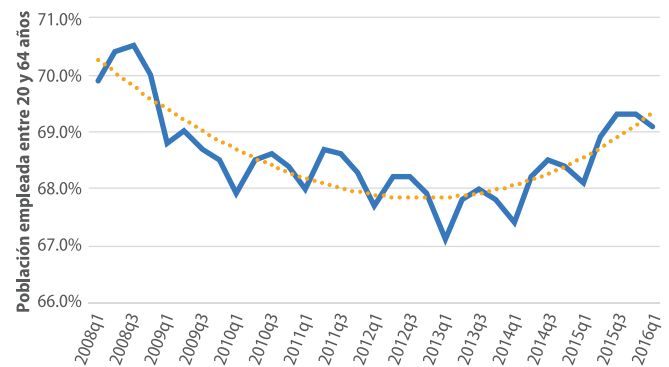
### b. Tasa de empleo

La tasa de empleo aumenta estructuralmente desde que tocara fondo en 2013. Los niveles de empleo se acercan a los vistos en los inicios de la Gran Recesión.

- Cambio anual tasa empleo (1T 2015): 1.0% (0.7% 1T 15)

Gráfica 8

### Tasa de empleo



Fuente: Eurostat.

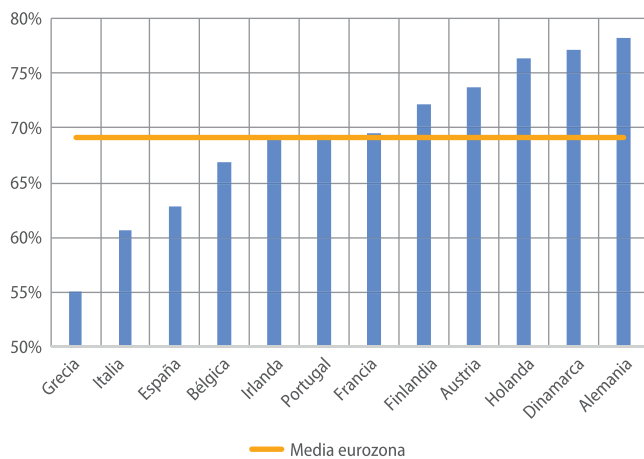
# Inflación y precios

## c. Tasa de empleo por países

Aunque la creación de empleo en la eurozona es sólida, existen importantes disparidades entre países. Grecia cierra está lista con pocas expectativas de mejorar la posición, debido a la recesión económica que sufre. En España, pese a encontrarse en muy mala posición, la expansión económica pone las bases para converger con la tasa de empleo de la eurozona. Alemania lidera al resto de países, con una tasa de empleo un 9% superior a la media de la eurozona y un 23% superior a la griega.

Gráfica 9

### Tasa de empleo por países



Fuente: Eurostat.

## 3. Tendencias en actividad económica y empleo

Las convulsiones de la economía mundial de momento afectan poco a la economía de la eurozona. El proceso de desapalancamiento vivido en los últimos años ha hecho más resistente a la eurozona ante shocks externos.

El crecimiento económico es sólido aunque todavía débil. De forma desagregada vemos una eurozona a dos velocidades, con Grecia sufriendo una recesión y altos niveles de desempleo con una perspectiva negativa. En el otro extremo se encuentra España, con una expansión económica notable y buena perspectiva de creación de empleo en el futuro.

## 1. Agregados monetarios

### a. M1 M2 M3

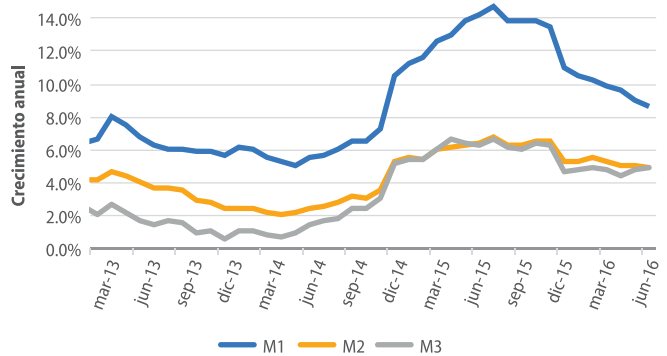
El "impulso monetario" creado por el Banco Central Europeo a raíz del *Quantitative Easing* va perdiendo fuerza, a pesar de la expansión del programa en marzo de 2016.

El incremento de los agregados monetarios se encuentra a niveles inferiores de los de marzo de 2015, cuando el *Quantitative Easing* comienza oficialmente.

- Crecimiento anual M1 (junio 2016): 8.6% (14.2% junio 2015)
- Crecimiento anual M2 (junio 2016): 5.0% (6.5% junio 2015)
- Crecimiento anual M3 (junio 2016): 5.0% (6.3% junio 2015)

Gráfica 10

### Crecimiento agregados monetarios



Fuente: BCE.

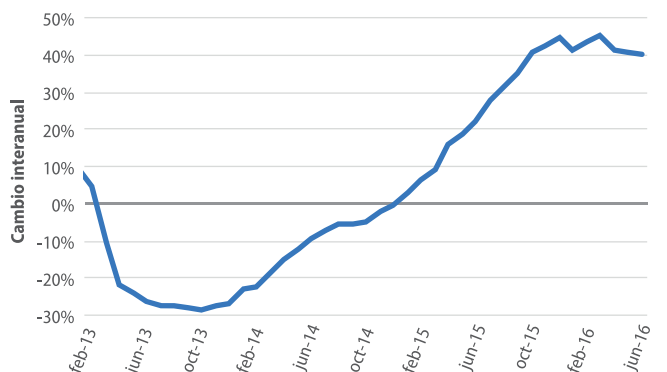
### b. Base monetaria

El efecto del *Quantitative Easing* se hace visible en la base monetaria que crece a ritmos superiores al 40%. El efecto sobre los agregados monetarios ha sido efímero. El efecto más visible del programa ha sido, hasta ahora, el aumento de reservas bancarias.

- Crecimiento anual base monetaria (junio 2016): 40.5% (22.1% junio 2015)

Gráfica 11

### Crecimiento base monetaria



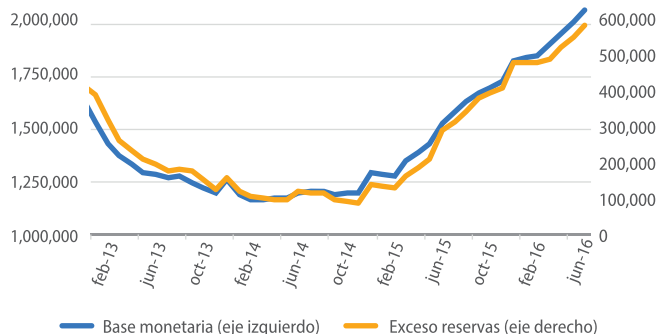
Fuente: BCE.

### c. Exceso de reservas

La única forma de evitar el exceso de reservas creado por la expansión monetaria del Banco Central Europeo es que el sector bancario aumente la cantidad de crédito extendido. Así, el exceso de reservas pasa a ser reservas obligatorias. Sin embargo, esto, de momento, no está ocurriendo, así que el crecimiento de base monetaria se traslada directamente a crecimiento del exceso de reservas.

Gráfica 12

#### Base monetaria y exceso de reservas



Fuente: BCE.

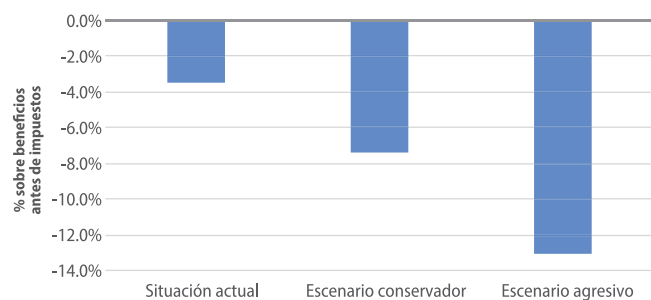
### d. Exceso de reservas y tipos de interés negativos

Tener exceso de reservas no sería ningún problema para el sector bancario si no fuera porque el Banco Central Europeo, como parte de su plan para aumentar el crédito en la eurozona, les impone un coste por mantener dichas reservas.

El sector bancario se ve en la disyuntiva de tener que aumentar el crédito deteriorando los estándares crediticios o asumir los costes que le está imponiendo el Banco Central Europeo.

Gráfica 13

#### Estimación costes al sector bancario derivados política monetaria



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BCE. Todos los escenarios son simulaciones a un año.  
Situación actual: depósitos en BCE: -0.4%. Exceso de reservas actual.  
Escenario conservador: interés: -0.4%. Exceso de reservas crece a un ritmo de un 50% anual (actualmente crece al 163%).  
Escenario agresivo: interés: -0.5%. Exceso de reservas crece a un ritmo un 100% superior (actualmente crece al 163%).

Así, el índice Stoxx 600 de los bancos europeos se resiente con la acumulación de reservas y la necesidad de pagar un tipo cada vez más alto por ellas. El índice se encuentra a niveles similares a los de la crisis de deuda de 2012 en la eurozona.

Gráfica 14

#### Índice bursátil 600 bancos europeos



Fuente: Investing.com

## 2. Índice de precios al consumidor

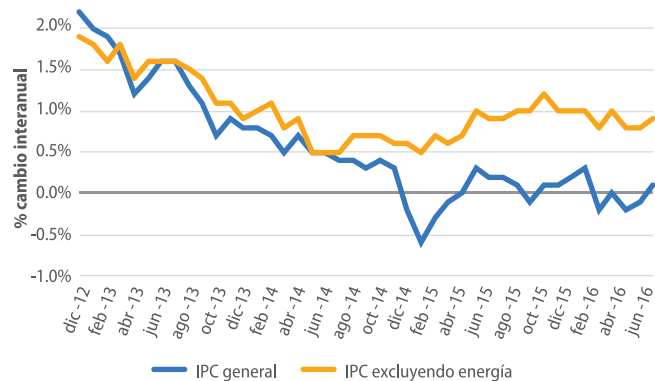
Los precios al consumidor siguen estancados a pesar de los esfuerzos del Banco Central Europeo. El objetivo de inflación del 2.0% queda lejos.

La brecha entre la inflación general y la subyacente (excluyendo energía) se cierra, por lo que la incapacidad del Banco Central Europeo para generar inflación no viene explicada por la caída del precio del petróleo.

- IPC general (junio 2016): 0.1% (0.2% junio 2015)
- IPC excluyendo energía (junio 2016): 0.9% (0.9% junio 2015)

Gráfica 15

#### Índice de precios al consumidor (IPC)



Fuente: BCE.

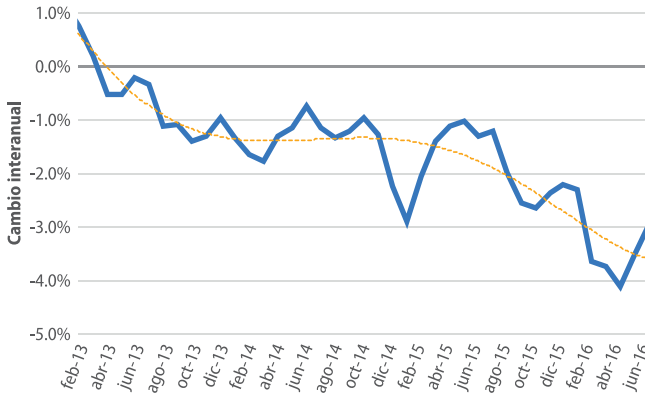
### 3. Índice precios de producción

Se da una profundización en las caídas de precios de producción. A pesar de ello, la producción industrial continua en aumento, y todos los índices de actividad económica se encuentran en positivo. Esto evidencia la futilidad de las medidas promotoras de inflación provenientes de los bancos centrales..

- IPP (junio 2016): -3.0% (-1.3% junio 2015)

Gráfica 16

#### Índice de precios de producción (IPP)



Fuente: Eurostat.

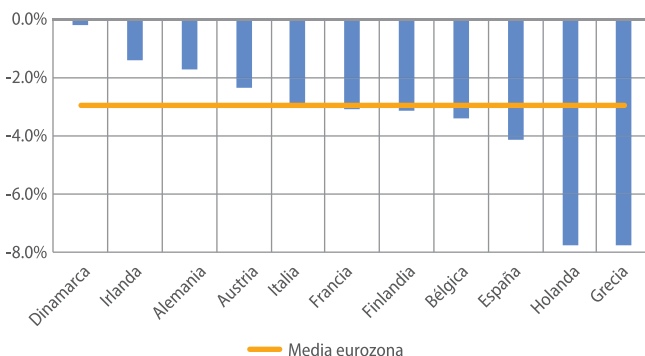
### 4. Índice de precios de producción por países

A pesar de que los precios de producción caen en la eurozona, lo hacen a un ritmo diferente en las diferentes economías. Una vez más, hay importantes disparidades. Así, Dinamarca apenas ve caer sus precios de producción y cuenta con un débil crecimiento, mientras que Grecia, en recesión, ve caer sus precios de producción casi un 8%.

Se debe destacar que países en expansión económica como Holanda o España ven caer sus precios de producción de forma significativa.

Gráfica 17

#### Índice precios de producción por país



Fuente: Eurostat.

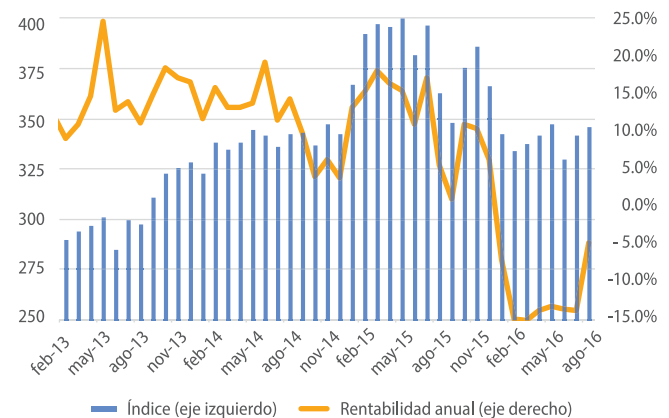
### 5. Índice de precios bursátiles

A pesar de los buenos datos macro, los índices bursátiles no repuntan. Las caídas de los últimos meses se moderan. El sector financiero, castigado por las políticas del Banco Central Europeo, viene lastrando el índice general. Adicionalmente, la misma incertidumbre que restringe al sector bancario de extender nuevo crédito provoca que los índices bursátiles no terminen de repuntar al alza.

- Rentabilidad enero 2016 - agosto 2016: -5.3% (5.5% enero 2015 - agosto 2015)
- Rentabilidad agosto 2015 - agosto 2016: -4.6% (6.1% agosto 2014 - agosto 2015)<sup>1</sup>

Gráfica 18

#### EuroStoxx 600



Fuente: Investing.com

### 6. Tendencias en la evolución de precios

El Banco Central Europeo aumenta de forma exponencial la base monetaria. El único efecto duradero que está teniendo es un daño sistemático en el sector bancario. Los agregados monetarios disminuyen el ritmo de crecimiento a niveles *pre-Quantitative Easing*. Los precios de consumo siguen estancados, mientras que los precios de producción continúan en clara deflación. A pesar de ello, el crecimiento económico y los índices de actividad económica continúan en senda expansiva.

<sup>1</sup> Los datos de agosto de 2016 incluyen hasta el 19 de agosto.

# Crédito

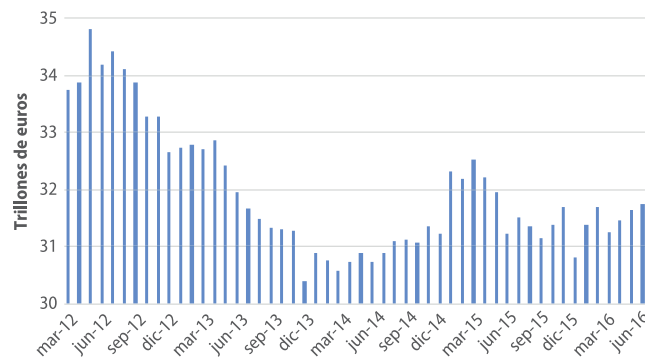
## 1. Crédito total extendido por sistema financiero

El movimiento lateral iniciado a principios de 2014 en esta rúbrica se mantiene. El *Quantitative Easing* logró un crecimiento transitorio y fugaz. Actualmente, la cantidad de activos del sector financiero es inferior a cuando empieza el programa del Banco Central Europeo.

- Crecimiento anual crédito (junio 2016): 1.62% (1.59% junio 2015)

Gráfica 19

### Total activos sector bancario



Fuente: BCE.

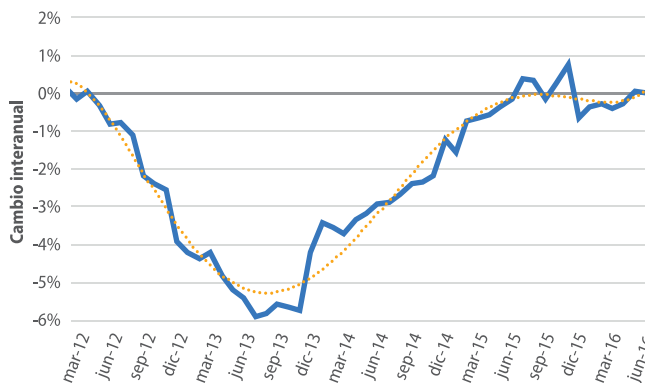
## 2. Crédito a empresas

El crédito a empresas se mantiene plano. La tendencia desde mediados de 2013 ha sido la de disminuir el ritmo de decremento de crédito al sector productivo. Si los buenos datos de creación de riqueza continúan, el crédito fluirá al sector productivo.

- Crecimiento anual crédito a empresas (junio 2016): 0.0% (-1.6% junio 2015)

Gráfica 20

### Crédito a empresas



Fuente: BCE.

## 3. Crédito a familias

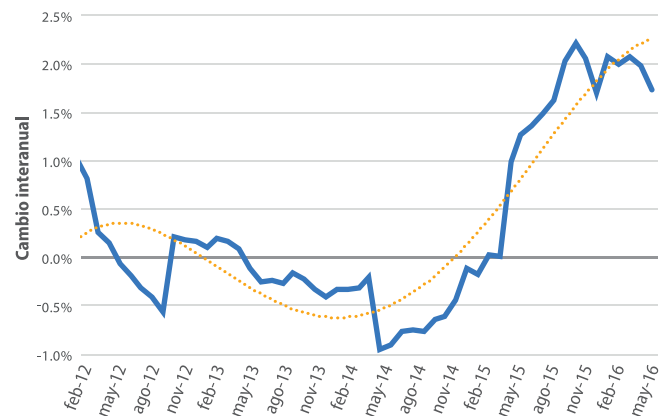
### a. Total crédito a familias

El crédito a familias sigue creciendo a buen ritmo. Después de años de desapalancamiento, las familias vuelven a incrementar su endeudamiento. Esto provoca una expansión en los sectores empresariales típicamente cíclicos y con demanda basada en deuda como la vivienda o los vehículos.

- Crecimiento crédito a familias (junio 2016): 1.7% (1.3% junio 2015)

Gráfica 21

### Crédito a familias



Fuente: BCE.

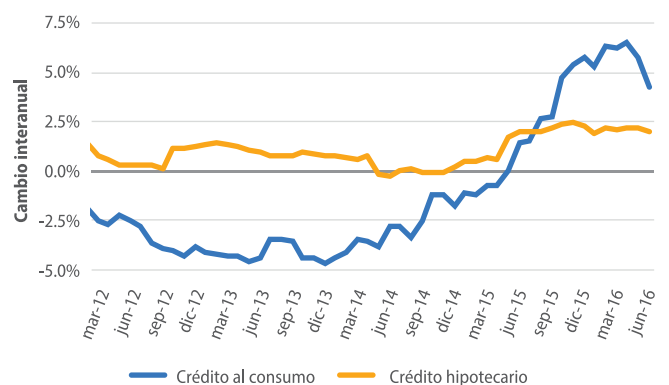
### b. Desagregación crédito a familias

Se da una dinamización del crédito a familias. Tanto el crédito al consumo como el hipotecario crecen con fuerza. Esto es un indicador de inicio de fase expansiva de la economía.

- Crecimiento crédito al consumo (junio 2016): 4.2% (1.5% junio 2015)
- Crecimiento crédito hipotecario (junio 2016): 2.0% (1.9% junio 2015)

Gráfica 22

### Crédito a familias desagregado



Fuente: BCE



#### 4. Crédito al sector público

El crédito a los diferentes niveles gubernamentales sigue en descenso. Como indicamos en la sección de déficit público, la consolidación fiscal es una realidad en la eurozona, y esto hace que la necesidad de financiación del sector público disminuya.

- Crecimiento crédito al gobierno (junio 2016): -1.6% (2.2% junio 2015)

Gráfica 23

#### Crédito al gobierno



Fuente: BCE.

#### 5. Tendencias en la extensión de crédito

Aunque el Banco Central Europeo no consigue que el sector bancario se apalanque, las medidas de ajuste fiscal y disminución de deuda emitida por el sector público tienen su efecto positivo. Cambia el flujo de crédito que venía canalizándose hacia el sector público, y se redirige al sector privado, en concreto, a familias. Este "efecto expulsión negativo" puede hacer que el crecimiento económico despegue durante los siguientes trimestres.

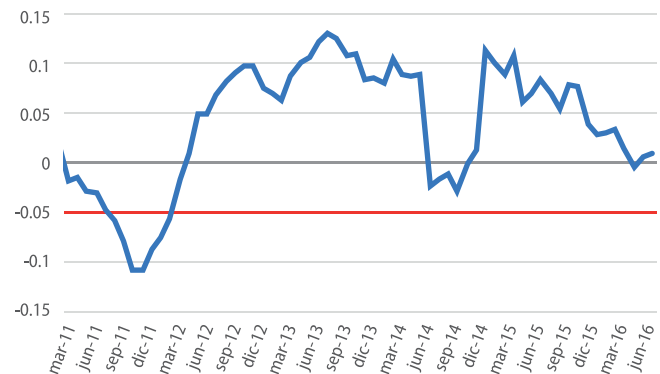
## Composición cualitativa del crédito

#### 1. Liquidity gap sector financiero

Nuestro indicador sobre la posición de liquidez del sistema financiero no arroja riesgo de recesión a corto plazo. Los intermediarios financieros ni pierden ni ganan liquidez. Esto es consistente con la posición del ciclo en la que se encuentra la eurozona (moderada expansión económica).

Gráfica 24

#### Liquidity Gap (cambio)



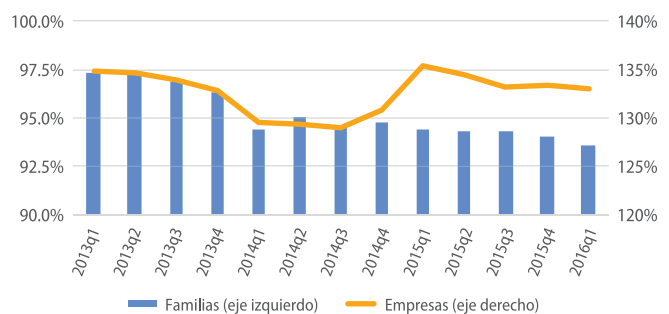
Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BCE.

#### 2. Posición liquidez familias y empresas

Existe un ligero desapalancamiento de familias, debido, principalmente, al aumento de los ingresos y no a la reducción de deuda. Las empresas mantienen su ratio de endeudamiento.

Gráfica 25

#### Deuda sobre ingresos familias y empresas



Fuente: BCE.

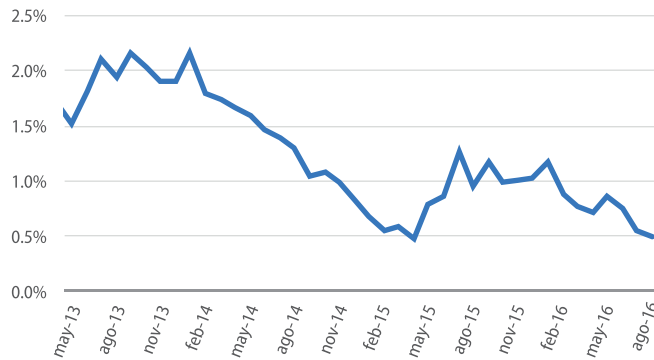
### 3. Descalce de plazos y riesgos

#### a. Spread curva rendimientos

El diferencial entre el bono a 3 meses y el bono a 10 años se estrecha y se coloca cerca de la zona de riesgo. Si el diferencial se sigue estrechando y viene acompañado de una caída en el *liquidity gap*, la economía podría entrar en recesión.

Gráfica 26

#### Spread curva rendimientos



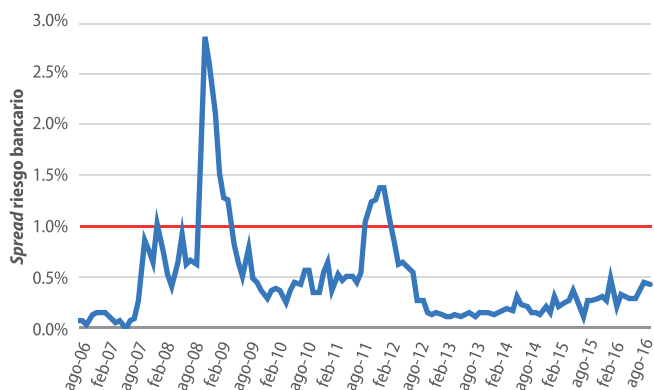
Fuente: BCE.

#### b. TED spread

El diferencial entre el bono "libre de riesgo" y el coste de financiación del sector bancario es pequeño, con lo que nos encontramos muy lejos de la zona de riesgo. El indicador muestra poco riesgo de colapso financiero a corto plazo.

Gráfica 27

#### TED Spread



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en St. Louis FED; investing.com. El *spread* es entre la tasa LIBOR en euros a 3 meses y el rendimiento del bono alemán a 3 meses.

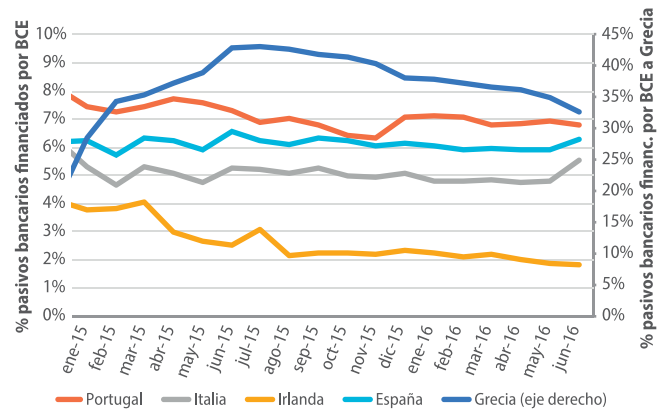
### 4. Financiamiento del BCE a sectores financieros problemáticos

Cuando el sector financiero se ve obligado a financiarse en el banco central es por la imposibilidad de financiarse a mejor precio mediante otros mecanismos.

Grecia necesita que el Banco Central Europeo financie el 33% de sus pasivos, aunque la tendencia es a disminuir esta cifra. Los recientes problemas de la banca italiana han hecho que tanto ella misma como la banca española hayan aumentado ligeramente su financiación en el banco central.

Gráfica 28

#### Financiamiento BCE a sistemas financieros



Fuente: BCE.

A pesar de los recientes problemas, las cifras quedan muy lejos de la crisis de deuda de 2012, cuando la banca española llegó al 15% o la irlandesa al 18% de financiación en el Banco Central.

### 5. Tendencias en la composición cualitativa del crédito

Los indicadores de calidad crediticia marcan escasa probabilidad de crisis financiera. No hay síntomas de sobreendeudamiento ni problemas de liquidez en la economía. Sin embargo, se dan al menos dos problemas a los que hay que mirar en el futuro:

- Aplanamiento de la curva de rendimientos.
- Caída de la rentabilidad de la banca europea por costes impuestos por el Banco Central Europeo.

Si el aplanamiento de la curva de rendimientos continúa y el llorar una crisis. Sin embargo, aún es pronto para afirmar esta tesis.

# Fiscalidad

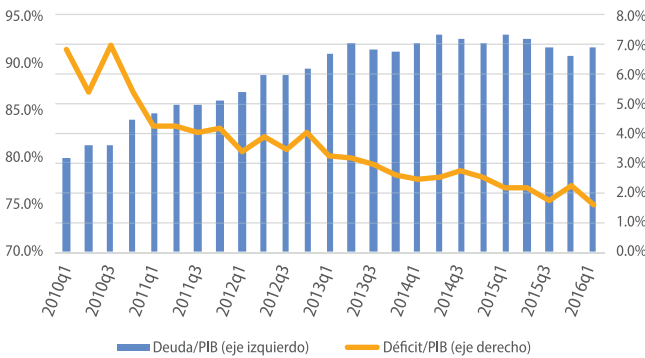
## 1. Déficit y deuda sobre PIB

Los esfuerzos por cerrar los enormes déficits y cumplir los criterios de convergencia han conseguido su efecto. El déficit se sitúa estructuralmente por debajo del 2% del Producto interno bruto y, después de que la deuda pública tocara techo en el 93% del PIB hace un año, por primera vez desciende desde la crisis.

- Déficit sobre PIB (1Q 2016): 1.6% (2.7% 1Q 2015)
- Deuda sobre PIB (1Q 2015): 91.7% (93.0% 1Q 2015)

Gráfica 29

### Deuda y déficit fiscal



Fuente: Eurostat.

## 2. Déficit público por país

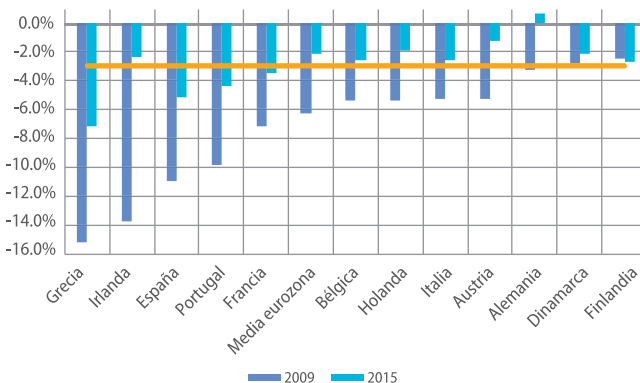
En 2009, prácticamente todos los países incumplían el límite de déficit público del 3% (solo Dinamarca y Finlandia estaban por debajo). En 2009, además, algunos países (Grecia, Irlanda y España) superaban ampliamente el 10% de déficit público sobre el Producto interno bruto.

Todos los países han hecho esfuerzos para cortar el déficit. Irlanda lo disminuye en un 500% y Alemania incluso logra superávit fiscal.

Sin embargo, hay países que se encuentran todavía lejos del objetivo de déficit, en concreto, Grecia, España y Portugal.

Gráfica 30

### Déficit público 2009 vs 2015



Fuente: Eurostat.

# Balanza de pagos

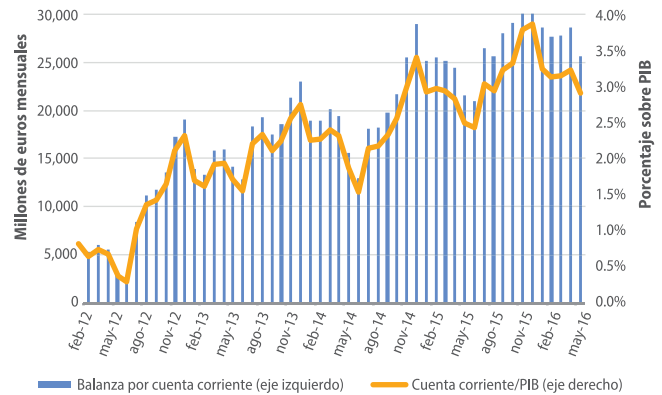
## 1. Balanza por cuenta corriente

El superávit por cuenta corriente se afianza. Los excesos de la burbuja anterior a 2007 que se ponen de manifiesto en la enorme necesidad de financiamiento exterior se corrigen.

- Superávit cuenta corriente/PIB (mayo 2016): 2.9% (2.5% mayo 2015)

Gráfica 31

### Balanza por cuenta corriente



Fuente: ECB, Statistical Data Warehouse. Eurostat. Los datos de la balanza por cuenta corriente han sido suavizados utilizando una media móvil de 6 meses.

Esta publicación ha sido posible gracias a una donación de **John Templeton Foundation**.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista de John Templeton Foundation.